



## Hemmnisse der Integration von E(SG)-Daten in Investmentprozesse

*Policy-Brief des BMBF-Forschungsprojekts „CRed“, Oktober 2020*

Naciye **Atalay**, Forum Nachhaltige Geldanlagen  
 Annabell **Conzelmann**, Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf  
 Prof. Dr. Rüdiger **Hahn**, Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf  
 Angela **McClellan**, Forum Nachhaltige Geldanlagen  
 Weitere Mitwirkende: Universität Hamburg, Universität Kassel, Radboud University, WWF

### 1. Einleitung

Damit die im Pariser Klimaabkommen beschlossene Senkung der Treibhausgasemissionen erreicht werden kann, wurde mit Veröffentlichung des EU Aktionsplans im Jahr 2018 die Finanzwirtschaft in die Pflicht genommen. Mit einer erneuerten Sustainable Finance-Strategie im Rahmen des European Green Deals werden nun Regelwerke und Maßnahmen nachgeschärft, um zusätzliche Investitionen zu mobilisieren und diese in klimafreundliche Projekte zu lenken.

Vor diesem Hintergrund ist es wichtig zu wissen, wie Finanzmarktteilnehmer Environmental, Social und Governance (ESG)-Informationen von Finanzprodukten in Investmententscheidungen einfließen lassen. Im Rahmen des vom Bundesministerium für Bildung und Forschung geförderten Projekts *CRed – Climate Reporting as Instrument for CO<sub>2</sub>-Reduction* wurden daher 50 Tiefeninterviews mit traditionell-konventionell orientierten Investoren, mit Investoren, die sich selbst als „nachhaltigkeitsfokussierte“ Investoren bezeichnen, mit Unternehmensvertretern sowie mit Sustainable Finance Experten aus Ratingagenturen und aus dem Consultingbereich geführt. Die ersten Ergebnisse bieten Anhaltspunkte für eine zielgerichtete Überarbeitung der Non-Financial Reporting Directive (NFRD) (vgl. Tabelle 1 für einen Überblick über die aktuellen regulatorischen Maßnahmen). Dieser Policy Brief erläutert die aus dem Projekt gewonnen Erkenntnisse und präsentiert fünf Konfliktfelder, die die Integration von Klimadaten bei investmentbezogenen Entscheidungen hemmen. Auf dieser Grundlage können Anforderungen an Berichtsformate formuliert werden, im Rahmen derer Unternehmen freiwillig oder verpflichtend ESG-Informationen veröffentlichen.

Zur Förderung einer Sustainable Finance-Strategie ist es unerlässlich, Informationsasymmetrien zu beseitigen und unternehmerische Klimadaten bereitzustellen. Denn nachhaltige Investitionen können nur getätigt werden, wenn der steigende Informationsbedarf von Investoren und Kreditgebern gedeckt werden kann. Vor allem die einzuführenden Offenlegungspflichten für Asset Manager und Asset Owner in Bezug auf verschiedene Nachhaltigkeitsaspekte ihrer Anlagepolitik sowie die Auswirkungen auf Umwelt und Gesellschaft werden den Bedarf an verlässlichen und normierten Informationen zur Nachhaltigkeitsperformance von Unternehmen erheblich steigern.

| <br>Unternehmen  | <br>Finanzwirtschaft  | <br>Anleger und Öffentlichkeit |
|---|--|---|
| <b>NFRD – Non Financial Reporting Directive:</b> Seit 2017 berichten kapitalmarktorientierte Unternehmen und Finanzmarktinstitute mit <b>mehr als 500 Mitarbeitern</b> über die nicht-finanziellen Aspekte ihrer Geschäftsaktivitäten. Die Taxonomie konkretisiert die Berichtspflichten und ist ab Januar 2022 im Rahmen der CSR-Berichtspflicht anzuwenden. |  |   |
| <b>Die Taxonomieverordnung</b> gibt vor, welche Wirtschaftsaktivitäten als nachhaltig einzuordnen sind. Zudem verpflichtet die Verordnung große Unternehmen, Angaben zum Anteil ihrer Taxonomie-konformen Geschäftsaktivitäten zu veröffentlichen.  |  |   |
|   | Durch eine <b>verpflichtende Abfrage von Nachhaltigkeitspräferenzen</b> in der Anlageberatung sollen Anleger auf die ökologischen und sozialen Aspekte ihrer Investitionsmöglichkeiten aufmerksam gemacht werden.  |   |
|   | Die <b>Offenlegungsverordnung</b> verpflichtet Finanzmarktteilnehmer dazu, die Berücksichtigung von ESG-Faktoren in ihren Investitionsentscheidungen, die Ausrichtung der Investitionen an ökologisch nachhaltigen Faktoren und die Performance in Bezug auf ESG-Ziele offenzulegen. |   |
|   | Die Bankenaufsicht fordert in ihrem <b>Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken</b> die Finanzwirtschaft auf, Nachhaltigkeitsaspekte im Risikomanagement einzubeziehen.   |   |

Tabelle 1: Übersicht von regulatorischen Maßnahmen in Bezug auf ESG-Daten

## 2. Erste Ergebnisse: Fünf Konfliktfelder

Die Studie konnte die folgenden fünf Konfliktfelder identifizieren, die die Integration von Klimainformationen in die Entscheidungs- und Investmentprozesse von Investoren hemmen.

### 2.1. Konfliktfeld: Interne Prioritäten

***Investoren bestätigen, dass der Klimawandel das zentrale Zukunftsthema der Finanzbranche ist. Dennoch werden Klimaaspekte noch nicht branchenübergreifend in Investitionsentscheidungen berücksichtigt, da die Bereitschaft interne Ressourcen zu mobilisieren zu gering ist.***

Die Integration von Klimadaten in Entscheidungs- und Investmentprozesse hat über die letzten Jahre stark an Bedeutung gewonnen und findet nicht nur bei Nachhaltigkeitspionieren, sondern auch bei großen Versicherungen, Banken und Fondshäusern Anwendung. Dennoch spielt Klimaschutz in der breiten Finanzbranche weiterhin lediglich eine untergeordnete Rolle.

Die Dringlichkeit des Klimawandels scheint grundsätzlich bekannt und viele der Interviewten bestätigen, dass Klimaberichterstattung und resultierende Handlungen wichtige Tool sind, um diesem zu begegnen. Der Zusammenhang zwischen Klimaperformance und finanzieller Performance eines Unternehmens wird allgemein als sehr stark eingeschätzt. Dennoch scheint das tatsächliche Interesse an der Integration von Klimainformationen in Entscheidungs- und Investmentprozesse eher verhalten zu sein. Hier ist eine deutliche Diskrepanz zwischen der scheinbaren Dringlichkeit des Klimawandels, die von den Interviewpartnern bestätigt wurde, und der tatsächlichen Berücksichtigung von Klimainformationen zu beobachten. Es stellt sich die Frage: Warum tut sich die Finanzbranche bei der Integration von Klimadaten in Investmentprozesse weiterhin so schwer?

Die Barrieren für die Integration von Klimadaten in Investitionsentscheidungen sind sehr hoch: Zum einen besitzen Finanzanbieter oft nicht das nötige Know-How darüber, welche Klimadaten relevant sind, wie diese erhoben und schlussendlich interpretiert werden können. Zum anderen ist der Prozess des Datenmanagements zeitintensiv und komplex. Der Erwerb von Daten über externe Ratingagenturen ist prinzipiell möglich, aber mit erheblichen Kosten verbunden.

*„Theoretisch haben die [Investoren] ein sehr hohes Interesse. Aber die Möglichkeiten sind (...) begrenzt und auch nicht jeder Investor (...) hat (den) gleichen Zugang zu den [unternehmerischen Klima-] Informationen (...).“ – Investor–*

So sind viele Finanzdienstleister noch im Ausbau ihrer nachhaltigen Investmentausrichtung bzw. der Erfassung relevanter Daten. Zudem lassen die Interviews vermuten, dass schlichtweg noch die Bereitschaft dafür fehlt, interne Ressourcen für die umfassende Integration von Klimadaten in Investmentprozesse zu mobilisieren. Es besteht ein Konflikt zwischen der empfundenen Notwendigkeit, klimabezogene Informationen in Investmententscheidungen zu integrieren und dem Mobilisieren von internen Mitteln zu diesem Zweck. Die Kosten, also die personellen oder finanziellen Ausgaben für die Umstellung der Investmentprozesse, werden als zu hoch empfunden.

## 2.2. Konfliktfeld: Kurzfristige vs. langfristige Perspektiven

***Es besteht ein Konflikt zwischen dem meist kurzfristigen Investmenthorizont und den langfristigen Auswirkungen des Klimawandels. Der Handlungsdruck scheint aktuell noch nicht ausreichend, um Klimadaten in Investmententscheidungen zu berücksichtigen.***

Der Weltklimarat IPCC machte zuletzt in seinem Sonderbericht 2019 deutlich, wie gravierend die Folgen der Erderwärmung bereits sind. Die Expertengespräche bestätigten, dass der Klimawandel zu den Zukunftsthemen der Finanzbranche gehört. Es gibt erste Bestrebungen, ESG-Risiken und -Chancen im Rahmen von Investitionsentscheidungen zu erwägen. Nichtsdestotrotz werden Klimarisiken noch nicht aktiv in aktuelle Investmententscheidungen integriert.

*„Und da gibt es einen sehr starken Mismatch, finde ich, zwischen Marktkapitalisierung oder finanzieller Performance auf der einen Seite, und Klimaperformance. Und ich denke, dass (...) es einen Punkt geben [wird], wo das Ganze sich beschleunigt und tatsächlich dann zum Risiko für Investoren wird.“ – Investor–*

Zurückzuführen ist diese Beobachtung vor allem auf kollidierende Perspektiven: Die Auswirkungen des Klimawandels sind langfristiger Natur, nehmen mit der Zeit zu und sind schwer vorhersehbar. Für renditeorientierte Investoren steht die Berücksichtigung längerfristiger transitorischer und physischer Risiken der Erderwärmung mit ihrem überwiegend kurzen und gewinnorientierten Investmenthorizont in Konflikt. Maßnahmen, die einen unmittelbaren Einfluss auf die zukünftige Wirtschaftlichkeit haben, werden nicht ergriffen, da sie ihre Materialität erst in der Zukunft entwickeln.

*„(...) momentan machen wir mit Kohle noch Profit.“ – Investor–*

## 2.3. Konfliktfeld: Datenverarbeitung

***Investoren kaufen Nachhaltigkeitsdaten bei Ratingagenturen ein, die in einem vorangegangenen Schritt Unternehmensdaten auswerten und zusammenfassen. Unterschiedliche Agenturen haben unterschiedliche Ansätze der Datenverarbeitung, sodass je nach Datenprovider unterschiedliche Ergebnisse entstehen können. Dadurch sind die Daten oft nicht vergleichbar und intransparent.***

Ein Großteil der Finanzmarktdienstleister nutzt das breite Angebot der verschiedenen Ratingagenturen und erwirbt die notwendigen Klima- und ESG-Informationen in Form von Ratings. Die Ratingagenturen sammeln relevante Nachhaltigkeitsdaten und Leistungsindikatoren und bereiten diese für Investoren auf. Jedoch können je nach genutzten Daten, Bewertungsmethodik und Schwerpunktsetzung der Ratingagenturen, ESG-Bewertungen für ein Unternehmen teilweise erheblich voneinander abweichen. Wie und welche Klimainformationen in diesem Prozess verarbeitet werden, erscheint den Investoren – vor allem bei fehlenden Fachkenntnissen im Klima- und Umweltbereich – undurchsichtig. Dies bestätigen die Asset Manager und Asset Owner, die im Rahmen der Interviews über ihre Datenbeschaffung und Auswertung befragt wurden.

Für ein tieferes Verständnis und für einen direkten Vergleich von verschiedenen klimarelevanten Kennzahlen benötigen Asset Manager möglichst unbearbeitete Primärdaten vom Unternehmen. Diese können aber nicht zuverlässig verarbeitet werden, da die Expertise und die Ressourcen fehlen. Selbst nach standardisierten Methoden und Bemessungsgrundlagen erhobene Primärdaten könnten von Investoren nur bedingt interpretiert werden und wären somit allenfalls bedingt entscheidungsrelevant. Zwar können manche Daten unterschiedlichen Nachhaltigkeits- und Klimaberichterstattungsformaten entnommen werden, jedoch wird oft die mangelnde Vergleichbarkeit kritisiert.

Die Berechnungsmethoden der verschiedenen Klimaprotokolle, die von Unternehmen für die Offenlegung ihrer Klimadaten genutzt werden können, geben keine spezifischen und verbindlichen Regeln vor, wie Emissionen kalkuliert und Emissionsgrenzen gezogen werden sollen. Dies verleitet nicht nur Unternehmen dazu, Kennzahlen und Informationen zu beschönigen, sondern auch für Investoren bleiben Bemessungsgrundlagen und Abgrenzungen unklar. Hier kann zwar eine Ratingagentur Abhilfe schaffen, jedoch werden die gängigen Ratingprodukte oftmals von den Datennutzern mit eigenen Informationen gemischt und re-interpretiert, um so eine Informationsbasis für Investmententscheidungen zu schaffen, die den eigenen Nachhaltigkeitsansprüchen genügen – zulasten von Transparenz und Vergleichbarkeit.

#### **2.4. Konfliktfeld: Datenformat**

***Unternehmen veröffentlichen im Rahmen ihrer Nachhaltigkeitsberichte vor allem rückblickende Klimadaten, die jedoch nur bedingt geeignet sind, die Zukunftsfähigkeit von Unternehmen zu bewerten.***

Immer mehr börsennotierte Unternehmen veröffentlichen Klimastrategien, die Einblick in die Ziele unternehmerischer Emissionsreduktion geben. Die Formulierung solcher Strategien macht Erfolge und Ambitionen sicht- und messbar. Diese Klimastrategien basieren auf der genauen Kenntnis relevanter Emissionsquellen und einer Abwägung von Chancen und Risiken für das Geschäftsmodell.

*„Für uns ist es sehr wichtig (...) wie sich das Unternehmen in der Zukunft entwickeln möchte und welche Strategie sie jetzt aufgrund der gesellschaftlichen Probleme und der thematischen Entwicklungen berücksichtigen möchten.“ – Investor–*

Auch wenn es mittlerweile zum Standardrepertoire großer Unternehmen gehört, unternehmenseigene Klimastrategien zu entwickeln, gibt es insbesondere für kleine und mittelständische Unternehmen noch Aufholbedarf. Nichtsdestotrotz werden Klimastrategien vermehrt für das Management verwendet, jedoch nicht umfassend an externe Stakeholder

kommuniziert. Viele Interviewte bedauern dies, da Klimastrategien nicht nur über den Status Quo der Klimaperformance informieren, sondern Einblick in klimarelevante Vorhaben geben und signalisieren, in welcher Tiefe sich Unternehmen mit der eigenen Energiebilanz auseinandersetzen und sich verbindliche Ziele auferlegen. Bisher werden stattdessen vorrangig historische Kennzahlen zur Klimaperformance veröffentlicht, aus denen lediglich erkennbar ist, welche Emittenten bereits eine gute Klimaperformance haben.

*„(...) [Klima-]Strategien und Pläne, das wäre auch wirklich was, [was] transparent dargelegt (...), gemessen (...) und gesteuert werden muss. Und [wenn] man dann Nachweise drüber hat, das wären sicherlich interessante Klimainformationen (...). – Investor–*

*„Mir geht es eigentlich in der Thematik Klima sehr stark darum, wie möchte sich das Unternehmen in Zukunft ausrichten (...).“ – Investor–*

## 2.5. Konfliktfeld: Das Henne-Ei-Problem zwischen Nachfrage und Angebot

***Weder ist die Nachfrage der Investoren nach Klimainformationen groß genug, noch besteht ein hinreichendes Angebot an unternehmerischen Klimadaten.***

Unternehmensvertreter beklagen, dass die Nachfrage nach Klimadaten zu gering sei – sowohl von Investoren als auch von Kunden. Experten der Finanzindustrie bemängeln weiterhin fehlende Nachfrage seitens der Anleger, selbst wenn sich immer mehr Kunden mit den sozialen und ökologischen Auswirkungen ihrer Investments beschäftigen.

*„Also bei bestehenden Kunden habe ich glaube ich bisher noch gar keine große Nachfrage gesehen, dass die gesagt haben, ‚wir würden ein bestehendes Portfolio jetzt gerne nachhaltiger ausrichten‘.“ – Investor–*

*„Wir können das anbieten, aber wenn der Kunde es nicht kauft, können wir es entsprechend dem Kunden auch nicht ins Portfolio reinnehmen. Also wir machen das, was der Kunde wünscht.“ – Investor–*

Zudem ist ein Großteil der Unternehmen nicht von der gesetzlichen Berichtspflicht im Rahmen der NFRD betroffen. Auffällig ist, dass Asset Manager in puncto Nachhaltigkeit in der Vermögensanlage auf Vorgaben und Regelungen zu warten scheinen. Zudem sind weitere konkrete gesetzliche Regulierungen, wie die Offenlegungspflichten für Finanzmarktdienstleister, schon jetzt absehbar. Nichtsdestotrotz werden erwartete Vorgaben im Vorfeld nur bedingt umgesetzt. Viele – vor allem konventionelle – Asset Manager und Asset Owner agieren bei der klimaverträglichen Ausgestaltung ihrer Investments zurückhaltend.

So bleibt es unklar, ob die zaghafte Berücksichtigung von Klimadaten in Investmentprozessen am fehlenden Angebot unternehmerischer Klimadaten scheitert, an zu lockeren Regulierungsvorhaben oder an der fehlenden Nachfrage der Finanzmarktakteure nach Klimainformationen – es bleibt ein Henne-Ei-Problem.

## 3. Handlungsempfehlungen

Die aus den Interviews mit Unternehmensvertretern und Investoren destillierten Konfliktfelder geben Einblick in die aktuellen Hindernisse bei der Integration von Klimadaten in Investment- und Entscheidungsprozesse, auf deren Grundlage zielgerichtete Empfehlungen ausgesprochen werden können.

- **Anreize für klimaresiliente Investitionen schaffen**

Viele Asset Manager und Asset Owner sind aktuell nicht bereit, die notwendigen Ressourcen zu mobilisieren, um Klimainformationen in ihre Geschäftsprozesse zu integrieren. Gründe für eine nicht ausreichende Priorisierung sind u.a. zu hohe, mit der Umstellung und dem Erwerb notwendiger Klimainformationen verbundenen Kosten, der kurzfristige Investmenthorizont vieler Investoren oder eine nicht ausreichende Sensibilisierung. Daher ist es notwendig, die **richtigen regulatorischen Impulse zu setzen und Anreize zu schaffen**. Wichtig ist, dass die zu formulierenden Maßnahmen alle Investorentypen adressieren und die Opportunitätskosten einer Nicht-Berücksichtigung von Klimaaspekten in Investments maßgeblich erhöhen. Es müssen Anstrengungen unternommen werden, um negative und positive externe Effekte systematisch zu internalisieren. Dies kann durch die Ausweitung des Zertifikatehandels oder die Einführung eines effektiven CO<sub>2</sub>-Preises geschehen.

- **Kurz- und langfristige Perspektiven annähern: Datenbasis stärken**

Damit zukünftige Klimarisiken und –chancen schon in heutigen Investmententscheidungen berücksichtigt werden, ist die breite Offenlegung von Emissionen durch Unternehmen von wesentlicher Bedeutung. Es muss eine angemessene Informationsbasis geschaffen werden, um die Tragödie des Zeithorizonts zu durchbrechen und ein besseres Verständnis der klimarelevanten Risiken zu erreichen. **Daher ist eine Ausweitung der Berichtspflicht nach der NFRD auf einen größeren Kreis von Unternehmen zu begrüßen**. Dies ist notwendig, da auch ein Angebot an unternehmerischen Klimainformationen geschaffen werden muss, um das genannte Henne-Ei-Problem zu überwinden. Zu erwarten ist, dass sich die Nachfrage nach Klimainformationen bereits mit der Einführung der Offenlegungsverordnung erhöhen wird. Wie im Policy Brief „[Verpflichtende klimabezogene Unternehmens-Berichterstattung als Mittel zur Reduzierung von CO<sub>2</sub>-Emissionen](#)“ berichtet, führt zudem eine verpflichtende Berichterstattung zu einer signifikant höheren Reduktion von Treibhausgasemissionen betroffener Unternehmen.

- **Standardisierte Erhebungs- und Berichtsmethoden**

Damit die Auswirkungen unternehmerischen Handelns auf Umwelt, Klima und Gesellschaft und auch auf Investmententscheidungen messbar gemacht werden können, benötigen Finanzmarktteilnehmer möglichst vergleichbare Primärdaten. Für eine einheitliche und vergleichbare Datenbasis ist die Anwendung **standardisierter Bilanzierungsregeln und Berichtsformate in allen Klimaberichten** zu empfehlen. Dies stellt sicher, dass klare Datenverarbeitung, Transparenz und Vergleichbarkeit gewährleistet sind.

- **Szenario-Analysen und Klimastrategien fokussieren**

Entscheidend für nachhaltigkeitsorientierte Investoren ist nicht die historische Entwicklung der unternehmerischen Treibhausgasemissionen, sondern der Blick auf die Klimastrategie. Daher ist ein Augenmerk auf **vorausschauende Klimainformationsformate** zu legen und der gesetzliche Rahmen dahingehend zu gestalten, dass **Szenario-Analysen, und klimabezogene strategische Positionierungen stärker in eine Berichtspflicht einbezogen** werden. Die Empfehlungen der Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD), die bereits Szenarioanalysen umfassen, können einen einheitlichen Standard schaffen.